

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620111151989

UDC _____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

承销商声誉、承销连续性与
公司债券融资成本

Underwriter Reputation, Underwriting Succession and the
Cost of Corporate Bond

肖力琿

指导教师姓名: 江 曙 霞 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2014 年 3 月

论文答辩时间: 2014 年 5 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014 年 6 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名): 肖力琿

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：肖力琿

年 月 日

摘 要

IPO 是公司进行融资的重要途径之一，而再融资渠道的匮乏成为了制约上市公司再融资的瓶颈。2007 年，公司债券这种上市公司再融资渠道在证监会的力推下应运而生。

基于信息不对称，需要再融资的上市公司试图向市场传递价值信息，但是由于有理由相信信息披露方具有利己动机，效果往往不甚理想。承销商作为最重要的中介机构，凭借自身的专业优势和对发行人信息的掌握，向市场传递发行人的价值信息。承销商的信息传递是否能得到市场的认可，影响了发行人融资成本的高低。

已有的研究表明，公司 IPO 的过程中，承销商声誉能够较为显著地影响 IPO 的抑价程度。在我国监管制度下，公司债承销商需要对上市公司进行尽职调查并向外界披露相关信息，本文研究在公司债的发行中，承销商声誉是否同样能够影响债券发行的价格，同时，本文从承销连续性这个崭新的角度来考察承销商在公司债券融资成本中发挥的作用。

本文通过理论分析和实证研究相结合的方法，选用 2007 年第一支公司债发行至 2013 年末的数据为基础，并基于公司债发行政策因素剔除了金融和房地产上市公司的数据，最终获得了研究样本。本文以公司债与发行日同期限国债到期收益率的利差作为融资成本的衡量标准。为了研究承销商声誉对公司债融资成本的影响，本文构建了衡量公司债承销商声誉的指标。在 M-W 法的基础之上，本文以截至 2013 年末承销商所承销公司债金额和支数所占市场份额作为衡量依据，并赋予两个要素相同权重，最终计算出公司债发行中的承销商声誉。本文使用虚拟变量衡量承销连续性。

本文的研究表明，承销商声誉能够显著地影响公司债券融资成本，具有较高声誉的承销商能够为发行人带来更低的融资成本。同时，公司债市场的竞争日趋白热化，由非 IPO 主承销商承销能够有效地降低发行人的公司债券融资成本。

本文的重要意义在于：首先，将承销商声誉从 IPO 抑价引入债券融资成本的研究，不仅丰富了该领域的文献，也为债券市场参与者提供更加直观的信息。其次，提出了承销连续性的概念，从承销连续性的角度研究公司债券融资成本影响因素。

关键词：承销商声誉、承销连续性、融资成本

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

IPO (Initial Public Offerings), is one of the most important methods for companies to financing. However, the lacking of media is becoming the limitation of refinancing for listed companies. Depending on the recommendation of CSRC (China Securities Regulatory Commission), corporate bonds appeared in 2007. Listed companies which want to refinancing attempt to deliver signals to investors. However, due to asymmetric information, the effect of signals does not work well. As the most important intermediary, underwriters deliver useful signals to investors, which rely on their specialization and the knowledge of listed companies. The cost of corporate bond depends on whether the underwriter's signals obtain recognition or not.

Existing evidence demonstrates that, in the process of IPO, underwriter reputation could influence IPO underpricing. Under regulatory regime, sponsor-underwriters should operate diligence and deliver signals to investors. This paper tries to explain that, in the process of corporate bonds, whether reputation of sponsor-underwriters would influence cost of them. Meanwhile, this paper tries to research the role which underwriting succession plays in the process.

This paper adopts an analysis pattern which complex theoretical analysis and empirical analysis. Based on the data from 2007 to 2013, we excludes financial agents and real estate's data, and then gets our final data. For the research of underwriter reputation, the paper builds an index——SPE. SPE, which based on M-W method, uses underwriters' market share of sum and amount, and gives them equal weights for getting the index. This paper uses dummy variable to weight underwriting succession.

This paper uses yield spread as the proxy of cost for corporate bonds. The results show that, underwriter reputation could influence the cost of corporate bonds. In other words, underwriters which get higher reputation would thrift cost of corporate bond

for listed companies. Meanwhile, with competition of underwriters, underwriting succession could increase the cost of corporate bonds.

The main significance and innovation lie in the following two aspects. Firstly, this paper uses underwriter reputation from IPO underpricing to cost of corporate bonds, thus provides a new aspect for cost of corporate bonds. Secondly, this paper suggests the concept of underwriting succession, thus provides a new perspective for cost of corporate bond.

Keywords: underwriter reputation, underwriting succession, cost of corporate bond.

目录

第一章 引言	1
第一节 选题的背景	1
1.1.1 债券概述.....	1
1.1.2 公司债介绍.....	2
1.1.3 公司债发行概况.....	6
1.1.4 保荐承销业务概述.....	10
第二节 研究目的及意义	11
第三节 研究方法与创新	13
第四节 研究思路和论文结构	14
第二章 文献综述	16
第一节 承销商声誉相关文献综述	16
第二节 债券融资成本相关文献综述	19
第三章 研究设计与变量定义.....	21
第一节 上市公司与信息不对称	21
第二节 承销商声誉研究设计	23
第三节 承销连续性研究设计	24
第四节 变量定义	25
3.4.1 债券融资成本.....	25
3.4.2 承销商的声誉的度量.....	26
3.4.3 承销连续性的度量.....	27
3.4.4 控制变量的选择.....	27
第五节 研究模型	29
第四章 承销商声誉对公司债券融资成本的影响研究.....	31
第一节 样本选取	31
4.1.1 样本选取.....	31

4.1.2 样本统计特征.....	31
第二节 变量的描述性统计	32
第三节 回归结果	34
第五章 承销连续性对公司债券融资成本的影响研究.....	36
第一节 样本选取	36
第二节 变量的描述性统计	36
第三节 回归结果	39
第六章 结语	41
第一节 本文主要的研究结论	41
第二节 本文的不足和未来研究方向	43
参考文献.....	45
致谢	48

Contents

Chapter1 Introduction	1
Section1 Background	1
1.1.1 Outline of Bonds	1
1.1.2 Corporate Bonds	2
1.1.3 Issue of Corporate Bonds	6
1.1.4 Outline of Underwriting	10
Section2 Research Significance.....	11
Section3 Research Design.....	13
Section4 Article Structure	14
Chapter2 Literature Review.....	16
Section1 Literatures on Underwriter Reputation	16
Section2 Literatures on Cost of Bonds.....	19
Chapter3 Research Design and Variables	21
Section1 Listed Corporate and Asymmetric Information.....	21
Section2 Research Design of Underwriter Reputation.....	23
Section3 Research Design of Underwriting succession.....	24
Section4 Variables	25
3.4.1 Cost of Corporate Bond	25
3.4.2 Underwriter reputation.....	26
3.4.3 Underwriting succession	27
3.4.4 Control Variable	27
Section5 Model Principle.....	29
Chapter4 Underwriter Reputation and Cost	31
Section1 Sample	31
4.1.1 Choice of Sample	31
4.1.2 Statistical Characteristics	31
Section2 Statisitcal Description of Variables	32

Section3	Empirical Results.....	34
Chapter5	Underwriting succession and Cost	36
Section1	Choice of Sample	36
Section2	Statistical Description of Variables	36
Section3	Empirical Results.....	39
Chapter6	Conclusions and Reflections.....	41
Section1	Conclusions and Implication	41
Section2	Further research directions	43
References	45
Acknowledge	48

第一章 引言

第一节 选题的背景

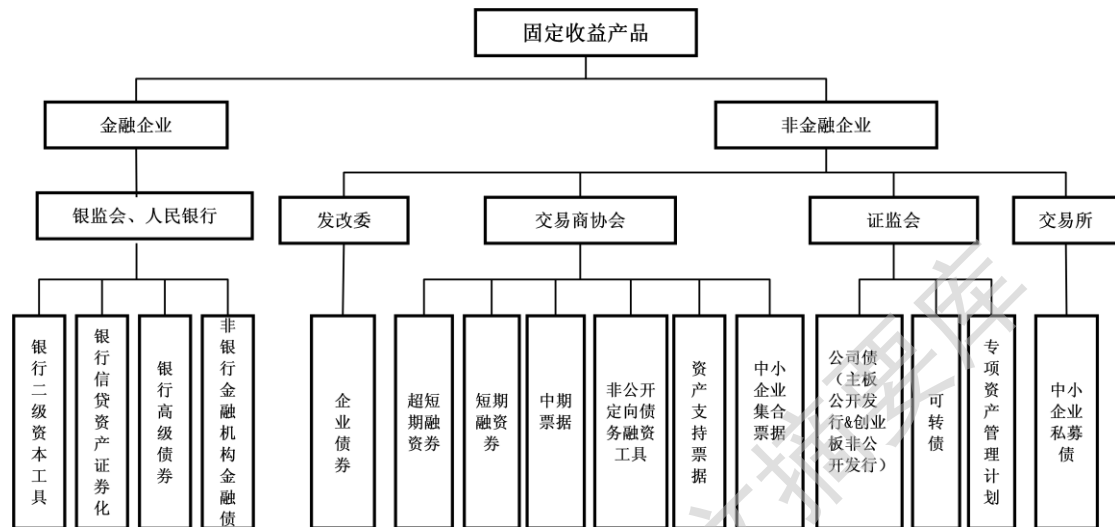
1.1.1 债券概述

债券，是指依照法定程序发行，约定在一定期限内还本付息的有价证券。目前，市场上的融资方式包括直接融资和间接融资两种方式。直接融资是指资金供给方与需求方通过一定的金融安排直接形成债权债务关系的资金融通的行为，与之对应的，间接融资是指资金供给方与需求方通过金融中介间接实现资金融通的行为。债券是公司直接融资的重要方式，就发行人而言，发行债券具有税盾、财务杠杆和防止控制权流失等作用。同时，由于经济上边际成本递增的原理，单一融资渠道涉入越深，单位融资成本越高，公司通常会兼顾银行贷款、发行债券及发行股票等多种融资渠道。在欧美等发达国家和地区的成熟资本市场中，发行债券已经成为了企业筹集中长期资金的主要渠道。在成熟的资本市场中，债券市场融资规模通常是股票市场融资规模的 5-10 倍，企业债券的融资规模也已成为了证券市场是否成熟的标志之一。

在我国，银行间市场非金融企业债务融资工具的发行采用注册制，公司债、企业债的发行采用核准制，部分债券如中小企业私募债等的发行采取注册制和备案制。根据监管机构的不同，我国的债券可以分为五大类型：由证监会核准的公司债（包括主板公开发行公司债和创业板非公开发行公司债^①）、可转债、专项资产管理计划；由发改委核准的企业债；由银行间市场交易商协会注册的短期融资券、中期票据、超短期融资券、非公开定向债务融资工具、资产支持票据、中小企业集合票据；由交易所备案的中小企业私募债以及由银监会、人民银行核准的银行二级资本工具、银行信贷资产证券化、银行高级债券、非银行金融机构金融债等。我国的主要固定收益产品种类如下图所示：

^① 目前，我国公开发行的公司债由主板上市公司发行，创业板上市公司可以通过非公开发行公司债筹集资金。

图 1-1：固定收益产品一览



1.1.2 公司债介绍

一、保荐制度与承销机制

公司债，是指上市公司依照法定程序发行、约定在一年以上期限内还本付息的有价证券^②。

2006年1月1日，经修订的《中华人民共和国证券法》生效。《证券法》规定，“申请公开发行公司债券，应当聘请保荐人，并由保荐人出具发行保荐书；保荐人应当遵守业务规则和行业规范，诚实守信，勤勉尽责，对发行人的申请文件和信息披露资料进行审慎核查”。2007年8月，《公司债券发行试点办法》由证监会颁布，完善了《证券法》关于公司债发行的相关规定。《公司债券发行试点办法》规定，“公司债的发行由保荐人保荐，上报证监会核准。公司债申报文件中，保荐人应当对债券募集说明书的内容进行尽职调查，确认不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并声明承担相应的法律责任；注册会计师、资产评估人员、资信评级人员、律师及其所在机构，应当按照依法制定的业务规则、行业

^② 摘自《公司债券发行试点办法》，由中国证券监督管理委员会颁布，2007年8月14日生效。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库